

DERIVATI CREDITIZI:
MARKET FAILURE O REGULATION FAILURE?

(ABSTRACT)

Prof. Eugenio Barcellona

1. Derivati creditizi: introduzione.

Ai derivati creditizi può essere attribuito, al contempo, un grande merito e un grande demerito: il merito di aver segnato una delle più significative modifiche dei sistemi finanziari globali, il passaggio da un sistema di valutazione del rischio di credito *bank-oriented* ad un sistema *market-oriented* e cioè da un sistema, quello tradizionale, ove la valutazione del rischio di credito era appannaggio esclusivo delle banche ad un sistema ove invece il protagonista della valutazione del rischio di credito diventa sempre più il mercato dei capitali; ma anche, il demerito di aver contribuito a condurre questi sistemi finanziari *market-oriented* ad un collasso che sotto molteplici profili ricorda quello del 1929.

Se maggiore sia il merito o il demerito sarà oggetto di indagine nel presente *abstract*, nel quale, dopo una breve disamina delle caratteristiche principali dei derivati creditizi, ci si chiederà se il collasso del sistema *market-oriented*, all'interno del quale i derivati creditizi giocano un ruolo di prim'ordine, sia dovuto ad un fallimento del mercato o ad un fallimento delle regole.

Attraverso l'esame del diritto positivo, si risponderà a questa domanda dimostrando (o quantomeno tentando di dimostrare) che si è trattato di un vero e proprio fallimento delle regole. Gli effetti disastrosi che la diffusione dei derivati creditizi ha prodotto sulla tenuta dell'intero sistema capitalistico, infatti, trovano le loro radici in precise scelte normative che, più o meno velatamente, hanno sottratto i derivati creditizi all'applicazione di norme-chiave del diritto bancario e del mercato dei capitali, consentendo così l'istituzione di una sorta di regime di "immunità", che può ben annoverarsi tra le cause della recente crisi finanziaria mondiale.

Da ultimo, si renderà conto del dibattito attualmente in corso negli USA sulle prospettive di riforma del regime normativo dei derivati creditizi, per correggere quelle storture e modificare quel regime di "immunità", che sono stati forieri di così gravi conseguenze.

* * *

2. I derivati creditizi: nozione e affinità (e differenze) con alcuni contratti tipici (assicurazione e fideiussione)

È opportuno brevemente ricordare che un contratto derivato può essere definito come quel contratto attraverso il quale si trasferisce da un soggetto ad un altro un «rischio» inerente ad una «attività sottostante».

Nell'ambito del più ampio *genus* dei derivati si distingue, poi, la *species* dei derivati creditizi, che hanno ad oggetto il particolare rischio di credito e che intercorrono tra un *protection seller*, il quale si obbliga a corrispondere un indennizzo nel caso incerto in

cui si verifichi il sinistro legato all'*asset* sottostante, e cioè il credito, e un *protection buyer*, che corrisponde un corrispettivo certo per coprirsi dal rischio. Poiché il *credit event*, il rischio connesso al credito sottostante, è per lo più il fallimento del debitore (*default*), la forma più diffusa di derivato creditizio è per l'appunto denominata *credit default swap* (CDS).

I derivati creditizi possono essere comparati a due contratti previsti dal codice civile: l'assicurazione e la fideiussione.

Da un lato, infatti, l'acquisto di un derivato creditizio mira alla protezione da un rischio (quello di fallimento o di inadempimento del debitore), dall'altro, essendo il rischio assicurato un rischio di credito, il *protection buyer* acquista sostanzialmente una garanzia dal *protection seller*, destinata a trovare applicazione in caso di inadempimento/fallimento del debitore "principale".

Dalla fideiussione, con la quale presentano le maggiori assonanze, tuttavia, i derivati creditizi si distinguono per tre fondamentali differenze di disciplina:

- 1) la fideiussione può essere prestata soltanto a favore del creditore; il derivato, al contrario, può essere venduto (e cioè acquistato) anche da un soggetto diverso dal creditore: il *protection buyer* può cioè essere anche un soggetto diverso dal creditore: egli compra una "protezione" rispetto ad un rischio che non ha;
- 2) sebbene sia possibile che uno stesso credito sia garantito più volte da più fideiussori solidali, il creditore può essere indennizzato solo una volta; il derivato, al contrario, può essere venduto anche più volte a fronte di una stessa obbligazione sottostante senza alcun limite e, quindi, potenzialmente all'infinito;
- 3) il rapporto fideiussore/creditore garantito è un rapporto contrattuale personale che non può circolare nel mercato (salvo consenso del debitore ceduto); nei derivati, invece, la garanzia concessa dal *protection seller* viene incorporata in un titolo di credito o in un contratto che, anche in deroga alle norme sulla cessione del contratto, circolano esattamente come l'azione di società e cioè come i beni mobili. Si è in presenza, dunque, di una "mercificazione" del rischio di credito (*credit risk securitization* o *commodization*): se col titolo di credito, è il *credito* a divenire una "merce" scambiabile come un qualsiasi bene mobile, col derivato creditizio a divenire merce è un elemento ancora più "immateriale", il *rischio di credito*.

* * *

3. La "cartolarizzazione" del derivato creditizio e la logica "market-oriented".

Il combinato disposto dei due principi ricavabili dalle prime due differenze con la fideiussione – (i) scindibilità fra titolarità del rischio di credito e titolarità della protezione dal rischio e (ii) reiterabilità *ad infinitum* dell'emissione di CDS – fa sì che la vendita multipla di derivati creditizi realizzi una "simulazione" di una posizione debitoria non esistente nella realtà.

Nella realtà, infatti, il debitore deve al creditore, ad esempio, 10; ma poiché un terzo ha venduto 1000 CDS su quella obbligazione e cioè 1000 protezioni contro quel rischio, è "come se", nel mondo reale, ci fosse non un debito che vale 10, ma 1000 debiti ciascuno con valore 10.

I due principi menzionati, tuttavia, dovrebbero trovare la loro ragion d'essere nel terzo principio (la terza differenza con la fideiussione): quello che prevede la libera circolazione della *protection* alla stregua di un bene mobile qualunque.

È, infatti, soltanto grazie alla immissione nel mercato dei plurimi derivati creditizi su uno stesso credito che diventa possibile che il rischio di credito su un debitore sia valutato non più soltanto dal suo diretto creditore – che è quello che ha concesso il credito esistente nella cd. *economia reale* – ma dalle centinaia, migliaia di negozianti dei CDS, i quali, operando quotidianamente nel mercato dei capitali, cioè sul piano dell'*economia finanziaria*, dovrebbero rendere possibile una valutazione più efficiente, più attendibile, più oggettiva di quel rischio di credito ed una corretta formazione di un “prezzo di mercato”.

Si comprende ora meglio l'affermazione fatta in esordio: i derivati creditizi dovrebbero sancire il passaggio da un sistema di valutazione del rischio di credito affidato alle banche tradizionali (*bank-oriented*) ad un nuovo sistema ove la stessa valutazione viene compiuta in modo più efficiente da quel “banchiere oggettivo o sistemico” che è (o dovrebbe essere) il mercato dei capitali.

Parrebbe, così, raggiunta una certa ordinata armonia: se è vero che i derivati creditizi consentono di creare e moltiplicare *ex nihilo* posizioni debitorie/creditorie non esistenti *in rebus*, tutto questo, tuttavia, dovrebbe consentire il passaggio da un sistema soggettivo e potenzialmente fallibile affidato alla banca tradizionale (il vecchio sistema *bank-oriented*), ad uno oggettivo e potenzialmente infallibile di valutazione del rischio di credito affidato al mercato dei capitali (nuovo sistema *market-oriented*), il passaggio, in altri termini, da una tecnica di valutazione del rischio di credito legata ancora alla relazione personale debitore/creditore ad una tecnica del tutto nuova legata invece all'efficienza sistemica del mercato dei capitali.

* * *

4. Il regime di “immunità” dei derivati creditizi dal diritto imperativo del mercato dei capitali.

Se fin qui i derivati creditizi appaiono decisamente “meritevoli”, ora devono spiegarsi i loro speculari demeriti: infatti, i sistemi finanziari di tipo *market-oriented* non hanno affatto mostrato maggiore efficienza, ma sono piuttosto gravemente collassati. Occorre, a questo punto chiedersi, se si sia trattato di una semplice *market failure*, di un fallimento del mercato, ovvero – come in verità si crede – di una *regulation failure*, di un fallimento delle regole, in conseguenza di scelte normative errate ed anzi volutamente inefficienti.

Premesso che, considerata la strutturale asimmetria informativa tra risparmiatore/investitore e intermediario/emittente, i mercati dei capitali non funzionano affatto “spontaneamente” e che, per tale ragione, i legislatori hanno storicamente istituito una rete di obblighi di informazione e trasparenza e di connesse responsabilità volta a ripristinare un certo tendenziale equilibrio nella relazione contrattuale emittente/risparmiatore, occorre ora chiedersi se i derivati creditizi siano stati assoggettati a quei requisiti di trasparenza, obblighi di informazione e responsabilità senza i quali i mercati dei capitali non possono assolvere alla loro missione della formazione di prezzi efficienti.

La risposta a questa domanda è negativa: non soltanto i derivati creditizi non sono stati affatto assoggettati alla disciplina del mercato dei capitali, ma al contrario essi ne sono stati generosamente esentati. È stato lo stesso legislatore a inserire nel sistema alcune regole che hanno trasformato i derivati creditizi in un sofisticato strumento, non di maggiore efficienza del mercato, ma, al contrario, di elusione di quel diritto imperativo posto a presidio del mercato.

Naturalmente il legislatore “globale” si è mosso con una certa sofisticazione. Manca, infatti, una norma che espressamente istituisca un regime di *esenzione* dal diritto imperativo del mercato dei capitali per i derivati; purtuttavia, nelle pieghe del sistema normativo si trova un *corpus* di norme il cui effetto è pressoché analogo. Si trova, cioè, un *corpus* di norme che istituisce non un regime di soggezione al diritto, ma un paradossale regime di esenzione dal diritto. E tali norme si rinvengono non solo e non tanto nell’ordinamento nazionale o in quello europeo ma anche e soprattutto in norme di matrice internazionale (la c.d. *soft law* degli organismi collettivi finanziari mondiali – BIS, IOSCO, FMI, etc.) e nell’ordinamento statunitense che, in materia, è certamente quello più influente.

* * *

5. Le tre regole istitutive del regime di “immunità”.

Le regole che realizzano questo regime di “esenzione” dal diritto, possono essere ridotte a tre norme-chiave, ciascuna interconnessa con le altre e tutte sintetizzabili sotto l’etichetta della “*deregulation*”.

La prima afferisce alla disciplina dell’attività di emissione e negoziazione dei derivati, mentre le altre due afferiscono al trattamento contabile dei derivati, rispettivamente, nel bilancio dell’emittente e nel bilancio dell’acquirente (*protection seller* e *protection buyer*).

- (i) La prima norma-chiave concerne la «disciplina della attività». Tanto il sistema giuridico statunitense, quanto (seppure in termini non coincidenti), il sistema giuridico europeo hanno consentito che il *business* dei derivati creditizi potesse essere svolto in un regime di “pura” libertà di impresa e cioè senza alcuna istituzione di una «riserva legale» a favore di imprese soggette a pubblica licenza e a sorveglianza regolamentare (quali sono, ad esempio, banche ed assicurazioni). In altri termini, nei paesi occidentali maggiormente avanzati, quello della “emissione” di CDS è a tutt’oggi un mestiere che *de iure condito* qualsiasi impresa, anche non bancaria ed anche non assicurativa, può legittimamente svolgere senza alcun controllo pubblicistico.
- (ii) La seconda regola-chiave afferisce alla generale disciplina contabile applicabile ai derivati creditizi. Tanto i principi contabili statunitensi, quanto quelli internazionali adottati in Europa consentono all’impresa che stipula un derivato – ivi incluso il derivato creditizio – di rappresentarne in bilancio il “*fair value*” desumendolo, in assenza di un mercato di riferimento, da modelli matematici predisposti dalla stessa impresa.
- (iii) La terza regola-chiave afferisce alla disciplina del bilancio bancario. I sistemi giuridici globali consentono alle banche di poter mitigare il rischio di credito, allorquando esse dispongano – nelle vesti di acquirenti di protezione – di un CDS

emesso da un soggetto che goda di un *rating* favorevole emesso da una agenzia riconosciuta dalle autorità di vigilanza bancaria.

Tali regole sono responsabili di aver istituito quel regime normativo non di soggezione al diritto imperativo, ma, al contrario, di esenzione dal diritto imperativo, che è tra le cause del recente collasso del sistema finanziario.

Appare utile esaminarle una per una, dapprima definendone origine e portata precettiva e, indi, descrivendone gli effetti prodotti sul mercato dei capitali.

a) Prima regola: Mancata istituzione di una «riserva di attività» analoga a quella invece prevista per banche e assicurazioni.

Quanto alla prima regola – esenzione del *business* dei derivati creditizi da una «riserva di attività» analoga a quella prevista per banche e assicurazioni –, mentre nell’Unione Europea essa parrebbe frutto più di scarsa attenzione che di scelta consapevole, negli Stati Uniti, al contrario, essa è stata oggetto di un preciso ed oculato intervento normativo.

Il *Commodities Futures Modernization Act* (“*CFMA*”) del dicembre 2000, infatti, introduce i seguenti quattro principi nel sistema giuridico statunitense: (1) sottrazione degli “*swap agreements*” alla competenza dell’autorità di vigilanza sui mercati dei capitali (*Stock Exchange Commission* o SEC) (2) esenzione degli “*swap agreements*” – siano essi basati o meno su uno strumento finanziario (*security*) sottostante – dalle norme imperative in materia di mercati mobiliari (quelle dettate dallo *Exchange Act* del 1934); (3) “*safe harbour*” (una presunzione di legittimità) prevalente su ogni contraria disposizione di legge o di regolamento emanata, nel quadro della legislazione su gioco e scommessa, da autorità statali o locali, a favore delle transazioni in CDS; (4) esenzione delle operazioni in CDS compiute al di fuori di mercati regolamentati e compiute fra “*eligible contract participants*” (qualsiasi società con patrimonio eccedente una soglia minima piuttosto bassa) dal controllo regolamentare della autorità di sorveglianza sui derivati su merci (*Commodity Futures Trading Commission*”).

Negli ordinamenti europei, invece, pur in assenza di un intervento così dichiaratamente “liberista”, manca tuttavia alcuna riserva di attività per il *business* dei derivati creditizi. L’ordinamento italiano, attraverso il quale, in virtù dei recepimenti delle direttive comunitarie, può effettuarsi la ricognizione del diritto “comune” europeo, prevede, infatti nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza una serie di attività riservate a soggetti qualificati (banche e intermediari bancari/finanziari). Orbene, la stipula e l’emissione di CDS, almeno fintantoché non siano destinati al pubblico dei risparmiatori e non abbiano come sottostante un valore mobiliare, non sono riconducibili ad alcuna di queste attività “riservate”, con l’effetto che esse sono sottratte alle norme imperative del diritto bancario/finanziario e alla vigilanza delle autorità di settore.

Per comprendere l’enorme portata della scelta di non istituire, per l’industria dei derivati, alcuna «riserva di attività» analoga a quella istituita per assicurazioni e banche, occorre riflettere sul fatto che l’istituzione di una «riserva di attività» è direttamente

funzionale all'applicazione di un preciso nucleo di disciplina imperativa. Nel caso, poi, delle due attività che più si avvicinano a quella avente ad oggetto i derivati creditizi (banche e assicurazioni), l'assoggettamento al principio della "riserva di attività" muove, tra il resto, dalla precisa esigenza di assoggettare il bilancio di tali imprese a regole peculiari volte a presidiarne la stabilità. Per banche e assicurazioni – imprese dalle quali dipende, in ogni sistema capitalistico maturo, la tenuta dell'intero sistema economico – la «riserva legale di attività» è insomma legata a doppio filo (non soltanto, ma anche) alla specifica «disciplina di bilancio»; ed è, in particolare, legata a doppio filo alla disciplina contabile degli *impegni di garanzia*.

Si consideri, innanzitutto il caso delle assicurazioni. Il nucleo essenziale della disciplina imperativa delle assicurazioni consiste nella istituzione del cd. obbligo di riserva tecnica. A fronte di ciascuna tipologia di rischi che una impresa assicuratrice si assume, l'impresa è tenuta ad accantonare riserve sulla base di valutazioni oggettivo-statistiche del rischio. La determinazione delle riserve prudenziali non è lasciata all'arbitrio dell'impresa ma è imposta da norme imperative.

Ora, se il legislatore avesse piena fiducia nel mercato e se, in particolare, ritenesse che la relazione assicuratore/assicurato fosse fra parti *perfettamente informate*, non avrebbe alcun senso imporre un obbligo di riserva tecnica. Se, infatti, il mercato fosse perfetto, l'impresa assicurativa imprudente, quella che cioè vendesse polizze senza procedere agli accantonamenti prudenziali, sarebbe punita automaticamente dal mercato.

Il mercato, però, non è affatto perfetto: il consumatore (in questo caso, l'assicurato) *non è in grado di comprendere* se una polizza costa poco perché l'impresa è efficiente o se invece costa poco perché l'impresa è imprudente e non accantona adeguate riserve.

Il legislatore muove, correttamente, dalla consapevolezza della imperfezione del mercato e, correttamente, istituisce quel principio imperativo – l'obbligo di riserva tecnica – che può essere considerato come una sorta di presidio contro il rischio di *dumping* di prodotti assicurativi.

Considerazioni simili valgono anche per comprendere la logica che presiede alla istituzione della riserva di attività bancaria.

Se il nucleo essenziale della disciplina imperativa delle assicurazioni stava nell'obbligo di riserva tecnica, il nucleo essenziale della disciplina imperativa delle banche sta infatti nell'obbligo di adeguatezza patrimoniale e cioè nella determinazione imperativa di un nesso inderogabile fra mezzi propri e mezzi di terzi: obbligando le banche a rischiare, almeno in parte, mezzi propri, il sistema tende infatti a costringere le banche ad operare entro limiti di prudenza; il sistema introduce un incentivo ad un diligente monitoraggio della qualità creditizia.

Anche in tal caso, se il legislatore avesse piena fiducia nel mercato, potrebbe lasciare alla discrezionalità delle banche la determinazione dell'adeguatezza del proprio patrimonio. In un mercato perfetto, infatti, i finanziatori della banca – i depositanti, gli azionisti, i creditori – punirebbero la banca imprudente che, per conquistare clientela, immettesse credito a basso prezzo ma al "costo" di scarso monitoraggio sulla qualità creditizia.

Il mercato non è, però, perfetto. E con molto buon senso, il legislatore impone un vincolo imperativo che ha una funzione *lato sensu* analoga a quella dell'obbligo di riserva nel settore delle assicurazioni: quella di evitare il rischio di cd. *dumping* di credito bancario.

Queste considerazioni consentono ora di comprendere appieno la portata della scelta del legislatore di astenersi dall'istituire per l'industria dei derivati creditizi una «riserva di attività» analoga a quella istituita per banche ed assicurazioni: grazie alla «liberalizzazione» dell'industria dei derivati creditizi, gli operatori sono stati posti in condizione di accedere ad un mercato sostanzialmente analogo a quello delle banche o a quello delle assicurazioni (qual è quello dei derivati creditizi), senza che però tale ingresso facesse scattare l'applicazione di quei nuclei di diritto imperativo applicabili a queste delicatissime attività finanziarie. Ciò sarà ancora più chiaro, con l'esame della seconda norma che compone questo *corpus* di regime normativo di esenzione e non di soggezione al diritto imperativo.

b) Seconda regola: trattamento contabile del derivato creditizio nel bilancio dell'emittente.

La seconda regola è quella che ha consentito agli emittenti di derivati creditizi di tenere «fuori bilancio» i rischi connessi ai derivati quand'anche non quotati e, quindi, quand'anche non soggetti ad alcuna normativa di trasparenza di mercato, alla sola condizione della presenza di un *rating* favorevole sul debitore sottostante.

Tale norma, elaborata sul finire degli anni '90 e poi più volte rimodellata, è ora contenuta, rispettivamente, quanto all'ordinamento statunitense nel *Federal Accounting Standard* (FAS) 133 e, quanto all'ordinamento europeo, nell'*International Accounting Standard* (IAS) 39, e cioè nelle due regole contabili afferenti, in generale, alla rappresentazione in bilancio degli «strumenti finanziari» (*financial instruments*). In entrambi i casi, come ben noto, si tratta di principi contabili di formazione originariamente non istituzionale (non *hard law* di fonte statale, bensì *soft law* di fonte professionale) cui i rispettivi sistemi legislativi fanno rinvio trasformandoli, *per relationem*, in norme pubblicamente applicabili. Seppure con talune differenze fra FAS 133 e IAS 39, il principio-base è quello della rappresentazione contabile del «*financial instrument*» al suo «*fair value*» definito come il prezzo al quale un'attività viene scambiata fra parti indipendenti ed informate. Quando il *fair value* non è desumibile da un prezzo ufficiale di mercato, il redattore del bilancio può far riferimento a tecniche di valutazione che, ferma restando la priorità in linea di principio di oggettivi riferimenti di mercato, può fondarsi su «*pricing models*». In tal caso, come suole dirsi, piuttosto che essere *marked-to-market*, il *financial instrument* è *marked-to-model*. Nel caso specifico dei CDS non trattati su pubblici mercati regolamentati (che rappresentano, in fatto, la totalità della categoria), il «*model*» consiste nel «prezzare» il rischio di insolvenza del soggetto che emette la «*reference obligation*» (la posizione debitoria garantita) secondo modelli statistici e probabilistici volti a misurare la probabilità di *default* o la probabilità dello specifico *credit event* dedotto in contratto. Sta, quindi, alla impresa che redige il bilancio valutare il rischio connesso alla stipula di un CDS e, quindi, a procedere all'accertamento, in sede iniziale, della *liability* assunta e, nel corso della vita del CDS,

all'accertamento di ulteriori *losses* (o *profits*) a seconda che la prognosi sul *credit event* si modifichi in senso peggiorativo (maggiore probabilità di fallimento o, comunque, di deterioramento del profilo creditizio) o in senso migliorativo (minore rischio di fallimento o, comunque, miglioramento del profilo creditizio).

La norma così delineata si configura, all'evidenza, come una regola di "liberalizzazione contabile" della valutazione del rischio. E si tratta di una regola che fa il paio di quella, a monte, che ha istituito la "liberalizzazione" dell'intera industria dei derivati.

E così:

- se l'obbligo di riserva tecnica costituisce la risposta imperativa al rischio di "dumping" assicurativo (per effetto del quale rischi apparentemente assicurati sarebbero di fatto ri-trasferiti in capo agli ignari non-assicurati);
- se l'obbligo di adeguatezza patrimoniale costituisce la risposta imperativa al rischio di dumping bancario (per effetto del quale tassi di interesse apparentemente bassi consentirebbero l'immissione nel sistema di crediti, non di buona, ma di cattiva qualità),

proprio all'opposto, la "liberalizzazione" dell'industria dei derivati creditizi – resa accessibile anche a imprese non regolate (hedge funds, società finanziarie, imprese di investimento di ogni tipo e natura) e la "liberalizzazione" della valutazione contabile dei derivati – il cui fair value può essere discrezionalmente misurato da un redattore di bilancio esentato da ogni controllo pubblico – costituisce una vera e propria «autorizzazione legislativa» ad una pratica di puro e semplice dumping di derivati creditizi.

L'emittente di un derivato creditizio che, a differenza delle compagnie di assicurazioni e a differenza delle banche, non è tenuto ad alcun vincolo sistematico (obbligo di riserva tecnica, obbligo di adeguatezza patrimoniale), è per ciò stesso autorizzato a vendere i CDS, o qualsiasi altro derivato creditizio, non ad un prezzo che incorpori i reali costi di produzione del bene (cioè gli effettivi rischi di credito che l'emittente CDS si assume), bensì ad un prezzo che, apparentemente, è molto conveniente per l'acquirente, ma in realtà è tale, solo e soltanto perché il soggetto che vende quel bene lo può vendere sotto costo o, per dirla in altri termini, solo e soltanto perché il soggetto che vende quel bene, può in realtà vendere un "prodotto difettoso".

Potrebbe certamente obiettarsi che la disapplicazione dei rigorosi principi contabili di assicurazioni e banche trovi giustificazione, per l'emittente dei derivati creditizi, nell'applicazione "compensativa" del diritto del mercato dei capitali.

Ma – ed è questo un punto decisivo – questo potrebbe essere vero, solo se la norma di "liberalizzazione contabile" valesse per i soli derivati creditizi "quotati" e cioè ammessi a pubblici mercati regolamentati e, quindi, sottoposti a tutte quelle norme di trasparenza che costituiscono il *quid* del mercato dei capitali.

Ma non è così: la norma di liberalizzazione contabile vale *telle quelle* anche per i derivati creditizi non quotati e, quindi, per derivati trattati su mercati opachi, non sottoposti ad alcun controllo, e ove, pertanto, si formano prezzi assolutamente inattendibili. Basta soltanto che il *protection seller* non regolamentato trovi il supporto di un'agenzia di *rating* riconosciuta, che rilasci un *rating* favorevole sull'impresa cui è

riferibile la *reference obligation*, ed egli potrà godere del beneficio di incamerare, come ricavo, il profitto da stipula del CDS, senza farvi corrispondere alcun adeguato appostamento di rischio al passivo.

Il controllo della “prudenza” della valutazione contabile operata dall’emittente di un derivato creditizio non quotato non viene quindi sottoposta

- né al principio imperativo proprio delle assicurazioni;
- né al principio imperativo proprio delle banche;
- né al principio imperativo proprio del mercato dei capitali;

il controllo della prudenza contabile dell’emittente viene lasciato, in ultima analisi, al controllo soggettivo, privato e irresponsabile dell’agenzia di *rating*.

c) Terza regola: trattamento contabile nel bilancio dell’acquirente.

Veniamo ora alla terza regola che costituisce la perfetta chiusura del cerchio: se le prime due regole appena esaminate agivano, infatti, dal lato dell’offerta, rendendo possibile l’offerta di prodotti “difettosi” venduti in una sorta di regime di *dumping* istituzionalizzato, la regola ora in esame agisce dal lato della domanda creando le condizioni perché quel prodotto “difettoso” trovi una gran quantità di potenziali clienti. La terza regola è, dunque, quella relativa alla rappresentazione contabile del derivato creditizio nel bilancio dell’acquirente, ed è quella che autorizza tali acquirenti (per lo più banche che assicurano il proprio *banking book*) a considerare “sani” i derivati creditizi acquistati non, però, in relazione ad un loro affidabile prezzo di mercato che si formi su un pubblico mercato regolamentato (un vero mercato dei capitali), bensì – di nuovo – in relazione ad un *rating* favorevole concesso a beneficio dell’emittente del derivato creditizio anche non quotato ed anche del tutto opaco.

Ho detto che questa regola costituisce la perfetta chiusura di un diabolico cerchio:.

La fonte di tale regola va ricercata nella *soft law* globale, essendo stata adottata dal Comitato di Basilea nell’accordo noto sotto il nome di “Basilea II”. La disciplina di *soft law* è stata poi trasformata in *hard law* dalla Direttiva 2006/48/CE del 14 giugno 2006, recepita in Italia dal d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, convertito in legge 23 febbraio 2007, n. 15. La Direttiva citata, attraverso complessi rinvii interni, consente alla banca che detenga un CDS emesso da un soggetto che disponga di un *rating* favorevole concesso dalle consuete agenzie di *rating* riconosciute, di attenuare il rischio di credito, sostituendo al fattore di ponderazione di rischio del soggetto finanziato il più basso fattore di ponderazione di rischio inerente all’entità che ha emesso il CDS.

È sufficiente, dunque, che l’emittente goda di un *rating* molto elevato, affinché la banca possa “scaricare” dal proprio bilancio il rischio di credito relativo ad un’impresa finanziata trasformandolo nel ben meno “oneroso” rischio di controparte; la facoltà di attenuazione del rischio di credito consente, così, alle banche di “liberare” capitale regolamentare.

In conclusione: la regola contabile in commento ha l’effetto di lubrificare un meccanismo collusivo fra l’emittente del prodotto “difettoso”, il derivato creditizio prodotto in regime di strutturale sottovalutazione dei rischi, e l’acquirente del prodotto

“difettoso” che, comprerà pure un prodotto viziato, ma così facendo ne trae comunque un personale egoistico vantaggio.

Ancora una volta, un sistema di valutazione del rischio di credito che veniva presentato come trasformazione epocale dal vetusto metodo *bank-oriented* al brillante e moderno metodo *market-oriented* si rivela il suo contrario: al sistema di banche, sì, “soggettive”, ma pur sempre tenute ad un obbligo di prudenza, si è sostituito un sistema, non semplicemente “soggettivo”, ma *iper-soggettivo*, ove il “merito creditizio” dell’intero sistema economico viene valutato da un numero assai limitato di soggetti (le agenzie di *rating*), e per di più, non tenute ad alcun obbligo di prudenza.

* * *

6. Conclusioni.

Se quanto detto fin qui ha un senso, risulta confermata l’ipotesi propugnata in principio: la grande crisi cui ci troviamo dinanzi non è la conseguenza di un fallimento del mercato, ma è soprattutto la conseguenza di un fallimento delle regole.

Il regime normativo dei derivati creditizi si è rivelato effettivamente un regime normativo che ha istituito non un regime di soggezione al diritto imperativo che presiede alla funzionalità del mercato, ma al contrario un regime di esenzione da tale diritto. Il legislatore ha introdotto le regole che hanno consentito agli operatori di sottrarsi dal rispetto delle stesse regole e di poter operare in una sorta di “zona franca”, in un’area, cioè, ove è lo stesso diritto ad affermare che quel diritto può essere, da taluno, derogato.

E difatti, un legislatore che consenta:

- (i) ad intermediari anche non bancari ed anche non assicurativi (ivi inclusi i famigerati *hedge-funds*) di emettere derivati creditizi in forza di principi contabili che rendono possibile un puro *dumping* (la vendita sotto-costo o, se si vuole, la vendita di prodotti con vizi occulti);
- (ii) alle banche soggette alla vigilanza bancaria di poter considerare “sani” derivati creditizi che, in realtà, sani non sono affatto, così alimentando quel mercato di derivati creditizi soggetto ad un *dumping* strutturale;

è un legislatore che, da un lato, tesse la tela dell’efficienza e del mercato (vincoli sistematici imperativi sulle assicurazioni, vincoli sistematici imperativi sulle banche), ma, dall’altro lato, attribuisce a certi soggetti la “licenza” di esonerarsi dal rispetto di quelle regole apparenti.

E così, da un lato, impone alle assicurazioni gli obblighi di riserva tecnica e alle banche gli obblighi di adeguatezza patrimoniale, dall’altro lato, consente proprio alle banche di potersi ricavare un’area di esenzione dai pesanti oneri di quelle regole.

Insomma: da un lato, “istituisce” il «mercato», dall’altro lato, invece, “attribuisce” a certuni la facoltà di sottrarsi proprio a quelle regole di mercato previamente istituite.

* * *

7. Uno sguardo al futuro: il dibattito attuale negli USA.

Quale ultima notazione, occorre tenere presente che le profonde disfunzionalità

strutturali del mercato dei derivati creditizi hanno da tempo sollecitato un importante dibattito – tutt’ora in corso – nel paese che del sisma finanziario ancora in atto costituisce l’epicentro: gli Stati Uniti d’America.

In particolare, il *President’s Working Group on Financial Markets* (“PWG”) ha redatto nel marzo 2008 un documento nel quale fornisce raccomandazioni per migliorare il mercato dei derivati e, in particolare, dei CDS. Quattro sono, in particolare, i principi-chiave cui, secondo il PWG, dovrebbe ispirarsi una riforma globale dei derivati creditizi:

- (i) «*rafforzamento della integrità e trasparenza del mercato*»: attraverso la *disclosure* di prezzi e volumi di derivati scambiati e, soprattutto, attraverso l’incentivazione alla istituzione di una o più “stanze di compensazione” centralizzate (*central counterparties* o “CCPs”) che supervisionino le negoziazioni e garantiscano le compensazioni fra gli aderenti al sistema, imponendo agli aderenti stessi adeguati margini di solvibilità;
- (ii) «*miglioramento della gestione del rischio dei derivati*»: attraverso la regolamentazione pubblica tanto della “stanza di compensazione” centralizzata (CCP), quanto degli aderenti al mercato dei derivati organizzato e gestito dalla CCP;
- (iii) «*rafforzamento della infrastruttura di mercato per i derivati*»: attraverso l’incentivazione alla canalizzazione delle negoziazioni dei derivati creditizi all’interno di una stanza di compensazione centralizzata (CCP);
- (iv) «*incremento della cooperazione fra le autorità di vigilanza mondiale*»: attraverso il miglioramento della necessaria coordinazione (operativa e informativa) fra le autorità di vigilanza di ordinamenti i cui mercati sono esposti a rischi sistemici interconnessi.

Sulla stessa linea d’onda, ma in nome di un intervento normativo ancor più penetrante, si è espresso nel giugno 2009, anche il più alto rappresentante della CFTM (*Commodity Futures Trading Commission*), per il quale le linee ispiratrici della riforma dovrebbero essere le cinque seguenti: (i) sorveglianza e disciplina di ogni istituzione che abbia accesso al mercato dei derivati con l’istituzione di limiti sulle posizioni in derivati (“*regulating derivatives dealers*” e “*position limits*”); (ii) vincoli di capitale o margini obbligatori di solvibilità a carico di ogni istituzione che operi nel settore (“*capital and margin requirements*”); (iii) norme di condotta e di trasparenza (“*business conduct and transparency requirements*”); (iv) istituzione di mercati regolamentati per la negoziazione dei derivati standardizzati (“*regulating derivative markets*” e “*exchange trading*”); (v) istituzione di stanze di compensazione centralizzate (CCPs) (“*central clearing*”).

Le linee di riforma sono, quindi, in un modo o nell’altro volte ad evitare quel *dumping* di derivati creditizi che, inquinando il mercato del rischio di credito, ha contribuito così significativamente (e non casualmente) alla crisi finanziaria dei nostri giorni.

L’istituzione di una controparte centralizzata (CCP) – che operi frapponendosi ad ogni venditore o acquirente di CDS quale “garante di ultima istanza” del mercato da essa gestito – lascerebbe alla stessa CCP, ad un’istituzione quindi pur sempre privata, il potere di definire quei “margin” che ogni aderente deve prestare per poter essere

ammesso al sistema.

L'introduzione *ex lege* di “capital and margin requirements” a carico di ogni istituzione che operi nel mercato dei derivati – secondo le proposte da ultimo ricordate – andrebbe invece molto oltre: sarebbe in tal caso la stessa autorità legislativa a istituire i vincoli pubblicistici applicabili ad ogni istituzione operante nel mercato.

Nei termini della riflessione qui condotta: l'istituzione di una CCP assoggetterebbe il mercato dei derivati creditizi alla disciplina tipica dei “mercati dei capitali”, e cioè a una disciplina *disclosure-oriented*, nella quale il legislatore si limita ad assicurare l'attendibilità delle informazioni sulla base delle quali si formano i prezzi (ovvero: si istituisce l'obbligo di negoziazione in pubblico mercato regolamentato, dopodiché si lascia che sia il mercato a verificare l'attendibilità dei prezzi); l'istituzione di vincoli di capitale, al contrario, assoggetterebbe il sistema a vincoli imperativi ben più stringenti – più simili a quelli adottati per banche e assicurazioni – e ciò, sull'ovvio presupposto che senza un nucleo di «disciplina imperativa» *lato sensu* “anti-dumping” si corre il rischio – per usare una nota espressione marxiana – che siano gli stessi capitalisti ad uccidere il capitalismo.